

f3x capital

Investor Letter 20
März 2022

f3x capital GmbH
Ostparkstraße 11
60314 Frankfurt am Main

e hello@f3x.capital
w www.f3x.capital
l www.linkedin.com/company/f3xcapital
t 0049 69 46 9399 46

1.Intro	2
2.Fund Snapshot	4
3.Reporting & Events	5
4.Exits & Entries	7
5.Outro	8

INTRO

Es war in vielerlei Hinsicht ein dramatischer Start in das Jahr 2022. Nachdem mit Afghanistan die letzte große menschliche Tragödie, auf welche sich die Nachrichtenwirtschaft gestürzt hatte, noch geographisch weiter weg und wirtschaftlich wenig relevant war, dominiert nun Putins Angriffskrieg die Medien und Finanzmärkte. Im letzten Investor Letter schrieben wir selbst noch, dass Putin gerade militärisch die Muskeln spielen lässt. Doch wir, wie so viele andere, haben den Wahnsinn des Mannes unterschätzt.

Die amerikanische Zentralbank kommt nun seit einiger Zeit zu dem Entschluss, dass die Inflation nicht mehr nur „transitorisch“ sei. Was auch immer das heißen mag, zumindest kurzfristig breitet sich aber nach der Covid-Pandemie die nächste Schockwelle durch globale Lieferketten hinweg aus.

Die rasant steigenden Energiepreise werden durch viele Kanäle wie die metallverarbeitende oder chemische Industrie in Endprodukten widerspiegelt. Durch die Verknappung von Getreide und Weizen aus der Kornkammer Europas, Ukraine, landet die Inflation in Form von gestiegenen Fleischpreisen unmittelbar auf dem Teller des deutschen Verbrauchers.

Die USA preschen also energisch mit Zinserhöhungen voran, was die Märkte instinktiv mit scharfen Discounts auf die Bewertungsmultiples von tendenziell höher bewerteten Unternehmen quittierten. 50 – 75% Kursverluste waren eher die Regel als Ausnahme auf Unternehmen, über deren Bewertung man üblicherweise mit Umsatz-Multiples spricht.

Auch f3x, als Stil-Agnostikerin, war davon nicht ausgenommen. Das erste Quartal schloss der f3x euroflex mit -16,3% ab. Das vergleicht sich mit anderen europäischen Indizes wie dem MSCI Euro Small Cap mit -11,8%, dem TecDax -16,1% oder dem SDAX -14,9%.



	Jahr	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Performance aller	S-Klasse	5,7%	-22,0%	23,9%	16,1%	4,4%	-16,3%
Anteilklassen seit Auflage	R-Klasse	5,0%	-22,6%	23,6%	14,9%	3,4%	-16,4%
	I-Klasse	-	-18,0%	24,0%	15,5%	3,7%	-16,3%

Die Angaben zur Wertentwicklung basieren auf der BVI-Methode, alle Kosten auf Fondsebene werden berücksichtigt. Die frühere Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung.

INTRO (FORTSETZUNG)

Die wesentlichen Kontributoren mit einigen Details finden sich wie immer auf den folgenden Seiten. Was ist zusammenfassend passiert? Wir haben vorläufig ein sehr schlechtes Investment Resultat im letzten halben Jahr eingefahren (THG), bei der das Bear Case Szenario eingetreten ist und durch die Marktphase signifikant verstärkt wurde. Wir leiden unter einigen Bewertungsuntertreibungen im Bereich e-commerce und speziell auch kürzlichen IPOs. Wieso Untertreibung? Der vom e-commerce Experten Jochen Krusch betriebene Global Online Retail Index ist mittlerweile auf einen Stand kurz vor Corona gefallen. Keine Diskussion, das ist Unsinn.

Zu guter Letzt haben wir noch einen Etappensieg mit unserer Top-Position der Modern Times Group erzielt. Die konnte ihr e-sports Geschäft für 1 Milliarde US Dollar versilbern, was dem f3x Fonds am Tag der Ankündigung einen Sprung nach oben verschaffte.

Die f3x Beteiligungen sind operativ nicht wesentlich von der Ukraine Krise betroffen. Wer unsere Quartalsbriefe regelmäßig liest, kennt auch unsere strukturelle Abneigung gegenüber globalen Wertschöpfungsketten. Wir sehen uns wieder mal in unserer Meinung gefestigt. Mittlerweile bauen wir die zweite Beteiligung mit Expertise im 3D-Druck auf.

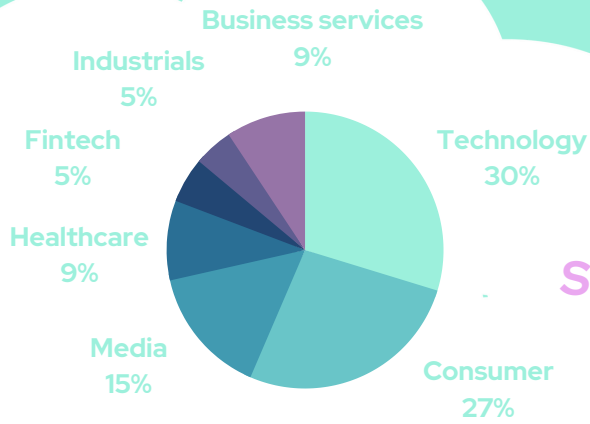
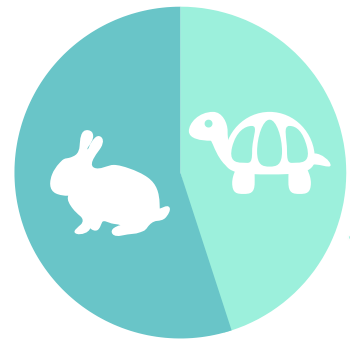
Ansonsten können wir über eine neue spannende Kernposition berichten. Gleichzeitig haben wir keinerlei Kernpositionen abgestoßen. In der aktuell mutlosen Seitwärtsphase des Marktes baut sich an ein oder anderer Stelle signifikantes Potenzial im Portfolio auf.

Im Outro versuchen wir heute eine Kontextualisierung unserer Ansicht auf den Zentralbank-Zins-Inflations-Komplex. Das ist eigentlich keine Übung für Fundamentalinvestor:innen wie uns, aber in einer Welt, die sich jeden Tag auf den Kopf zu stellen scheint, muss man ein paar Prinzipien aufsetzen, an denen man sich orientiert. Wir haben abseits von neo-liberalen Volkswirten gebuddelt.

18

Kernpositionen

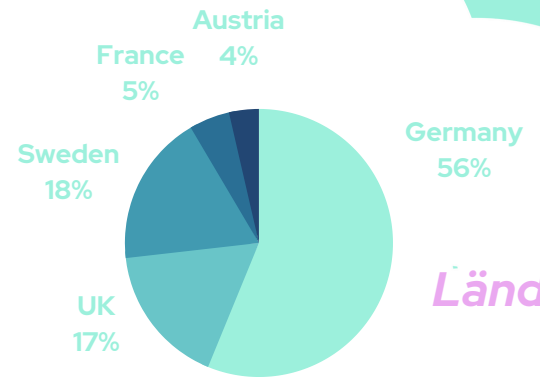
Stil



Sektoren

1,8 Ø Market Cap in €Mrd.

16,9% Ø Umsatz CAGR 2021-2024



Länder

Top 10 Positionen

Firma	Gewicht	Geschäftsmodell
Modern Times Group MTG AB	10,1%	E-Sports Liga und Mobile Gaming Entwickler
SLM Solutions Group AG	9,3%	Hersteller von 3D-Druckern
ADVA Optical Networking SE	7,3%	Netzwerkinfrastrukturkomponenten
M1 Kliniken AG	6,4%	Praxiskette für ästhetische Medizin
Bitcoin Group SE	5,2%	Kapitalanlage- und Beratungsgesellschaft
Vita 34 AG	5,2%	Nabelschnurblutbank
Eurofins Scientific SE	4,8%	Anbieter analytischer Tests und Labordienstleistungen
Vossloh AG	4,5%	Schienen- und Bahnkomponenten
Acast AB	4,5%	Podcast-Marktplatz
init innovation in traffic systems AG	4,4%	Software & Hardware für ÖPNV

REPORTING & EVENTS VON PORTFOLIOUNTERNEHMEN

Modern Times Group (MTG)

Im letzten Brief berichteten wir noch vom aufgeschobenen Kapitalmarkttag bei unserer größten Position, und dass wir eine strategischer Neuausrichtung erwarten. Das ist eingetreten. Am 24. Januar 2022 gab MTG den Verkauf seiner e-sports-Sparte bekannt. Dazu gehören die Electronic Sports League (ESL) und die Veranstaltungsreihe Dreamhack. Die Savvy Gaming Group bewertet die Assets mit \$1,05 Mrd. wovon MTG knapp 92% gehören. Zuvor war die ganze börsennotierte Gruppe nur mit knapp einer Milliarde US-Dollar bewertet worden. Teil dieser Gruppe ist eben auch die Gaming Division, welche 2021 auch noch knapp \$130 Mio. EBITDA generierte. Die Aktie sprang um knapp +40% nach der Ankündigung. Die Erlöse werden für Aktienrückkäufe und der weiteren Konsolidierung von Spieleentwicklungsstudios eingesetzt werden.

ADVA

Im August letzten Jahres startete der Übernahmerversuch von ADVA durch den amerikanischen Konkurrenten ADTRAN. Lange Zeit war unklar, ob die ungewöhnliche Struktur mit einem Aktientausch in ein neues Vehikel mit anschließendem Dual-Listing in New York und Frankfurt genügend Fürsprecher finden würde. Am 28. Januar 2022 meldet die Bietergesellschaft Acorn Hold Co. aber, dass die Schwelle von 60% erreicht wurde. Unsere ADVA Beteiligung ist jetzt also größer und globaler und kann möglicherweise noch bald von einem Bewertungsaufschlag über das amerikanische Listing profitieren.

PERFORMANCETREIBER

2022 Q1
in Basispunkten zum NAV

TOP CONTRIBUTORS

MTG	+476
ADVA	+74
init	+39

TOP DETRACTORS

Veganz	-310
THG	-259
Naked Wines	-228
Moonpig	-214
Fabasoft	-206

REPORTING & EVENTS VON PORTFOLIOUNTERNEHMEN

The Hut Group (THG)

Im August 2021 hatten wir unser Investitionsrational für die britische The Hut Group (THG) transparent dargelegt. Die Sum-of-the-Parts Bewertung hatten wir mit marktkonformen Multiples durchgeführt und die relative Stärke der Gruppe durch digitale Kompetenzen gegenüber stationären oder kleineren Spielern hervorgehoben. Ein Teil von THGs Dominanz war durch die Fähigkeit gegeben, Kapital einzusammeln und dies für ihr Konsolidierungsspiel strategisch sinnvoll einzusetzen. – ein Muster, welches über die letzten fünf Jahre hervorragend funktionierte. Operativ hat sich eigentlich nicht viel verändert, aber die Wahrnehmung des Unternehmens erheblich. Nach Korrekturen an den projizierten Wachstumsraten entzog der Markt dem Technologie-Spin-Out „Ingenuity“ das Vertrauen. THG plante seine eigenen e-commerce Brand-Building und Fullfilment Kompetenzen nach dem Vorbild Ocados auch Dritten anzubieten. Softbank hatte sich im Mai 2021 noch eine Option einräumen lassen bei Ingenuity auf einer Bewertung von \$6,3 Mrd. einzusteigen. All dies löste sich im Herbst und Winter letzten Jahres in Rauch auf. CEO Matthew Moulding trug sein Übriges dazu bei, in dem er sich weinerlich gegenüber Shortsellern äußerte. Wir könnten um den heißen Brei reden, dass der Markt das langfristige Potenzial nicht versteht usw., aber mit einem Minus von 75% bei der Position sitzen wir in einem tiefen Loch. Microsoft Aktionäre wissen, dass man unter Umständen sehr lange auf Kursgewinne warten kann, selbst wenn man an einem hervorragenden Unternehmen beteiligt ist. Was nun? Für den Moment erstmal nichts. Die Position liegt bei knapp 2%. Aufgrund der Sum-of-the-Parts Perspektive sind wir der Ansicht, dass jederzeit ein Private-Equity-Übernahmeversuch gestartet werden könnte, der eigentlich ohne Probleme eine Prämie von 100% bieten könnte. Diese Optionalität möchten wir gerade erstmal nicht verkaufen. Unsere Meinung kann sich aber abhängig von der Sachlage schlagartig in die ein oder andere Richtung ändern.

EXITS

Im abgelaufenen Quartal wurden keine Positionen verkauft.

ENTRIES

Dieses Quartal stellen wir eine neue Kernposition vor.

#1 ACAST

Das Unternehmen aus Stockholm betreibt ein integriertes Podcast-Hosting und Monetarisierungs-Geschäftsmodell. Unabhängige Creator:innen, sowie Medienhäuser wie die BBC speisen mithilfe von Acast ihre Podcasts in das RSS-System, damit „Podcatcher“ wie Spotify, Apple oder Stitcher diese an ihre Nutzer:innen ausspielen können. Darüber hinaus platziert Acast software-gestützt Werbung in die Podcasts. Der Podcast-Markt wächst dynamisch und die Monetarisierung liegt noch weiter unter ihren Potenzialen. Das Radio hat noch einiges an Nutzerzeit an Podcasts abzugeben. Acast beschreibt seinen adressierbaren Markt als Werbung innerhalb von Audioformaten. Dieser lag 2020 bei \$30 Mrd., wovon lediglich \$2 Mrd. Podcasts zuzurechnen waren. Marktstudien erwarten 19% jährliches Wachstum für den Podcast Advertising Markt über die nächsten fünf Jahre. Acast plant überproportional zu wachsen, da es sich als größte unabhängige Plattform etabliert hat und in der Lage ist kleinere Wettbewerber zu übernehmen oder zu verdrängen. Das große Risiko im Podcast-Markt ist, dass Spotify, Amazon und Co. ihre Ökosysteme „abschließen“, indem sie Podcaster:innen exklusiv unter Vertrag nehmen und selbst die Werbeplätze vermarkten. „Exklusiv“ zu gehen ergibt aber für die allerwenigsten Creator:innen als finale Exitoption Sinn. Für den „Long-Tail“ der weltweit 2 Millionen Shows würde dies aber nur eine Beschneidung der eigenen Umsatzoptionalitäten bedeuten. Und selbst der Trend zu großen exklusiven Signings ist seit dem Joe Rogan / Spotify Eklat unklar. Will Spotify wirklich als faktischer Herausgeber von unberechenbaren Creator:innen haften? Acast setzt sich aus einer moralischen und wirtschaftlichen Logik für das offene Ökosystem ein. f3x erfreut sich einer neuen diversifizierenden Portfoliokomponente.

Sektor

Media

Land

Schweden

Marktkapitalisierung

SEK 3.156 Mio.

Gewicht

4,5%

Stil

Growth

Umsatz LTM

SEK 1.025 Mio.

Umsatz CAGR
2021 - '24

56%

OUTRO

Die scheinbar tektonischen Verschiebungen in der weltweiten Zinspolitik hat wieder viele Experten hervorgebracht. Es fällt aber schwer Finanzmarktkommentatoren zu finden, die Agenda-frei sind - jeder hat ein Portfolio zu „pushen“. Also haben wir breiter studiert.

Zwei Bücher von eher soziologischer als volkswirtschaftlicher Natur stachen heraus.

Zentralbankkapitalismus von Joscha Wullweber (Suhrkamp 2021)

Das steht drin:

- Beschreibt die zunehmende, erzwungene Übergriffigkeit der Zentralbanken in politische Verantwortlichkeiten. Zentralbanken nehmen sich Herausforderungen an, auf die schnell reagiert werden müssen und für die demokratische Lösungen zu lange dauern würden oder nicht erzielbar wären. Man stelle sich eine direktdemokratische Abstimmung über die lebenserhaltenden Maßnahmen für unzählige Zombie-Unternehmen oder umweltschädliche Subventionsfresser (Hallo Herr Tönnies!) vor.
- Der Schattenbankensektor ist nach der Finanzkrise eher größer als kleiner geworden. Durch einen Mangel an expliziten staatlichen Garantien (wie der Einlagensicherung im vollregulierten Bankensektor) hat dieser Bereich des Kapitalmarkts ein systematisches Vertrauensproblem, welches hauptsächlich über die Kollateralisierung von Staatsanleihen in Repo-Geschäften gelöst wird. Es entsteht eine enorme Sogwirkung nach neu emittierten Staatsanleihen.
- Der Fokus auf den Leitzins als Treiber von Aktienbewertungen ist zu eng. Die in Umlauf befindlichen Staatsanleihen und die Liquidität auf dem Repo-Markt sind ebenfalls wichtige Komponenten.
- Der hohe Verschuldungsgrad der globalisierten Wirtschaft führt dazu, dass immer wieder unerwartete Schocks das ganze System destabilisieren können. Die Zentralbanken sind gezwungen immer drastischere Maßnahmen zu ergreifen, was ihre Verantwortlichkeiten wiederum erhöht.

OUTRO (FORTSETZUNG)

The Dangerous Rise of Carry von Tim Lee et al. (McGraw Hill 2020)

Das steht drin:

- Projiziert das Modell eines Carry Trades auf den Kapitalmarkt als Ganzes. Ein klassischer Carry Trade sind das Verschulden in einer Währung mit geringen Zinsen, bspw. dem US-Dollar, und das Anlegen in einer Währung mit höheren Zinsen, bspw. der türkischen Lira. Dabei wird eine Zinsspanne vereinnahmt. Carry Trades sind meist mit hohem Leverage verknüpft. Ein Carry Trade funktioniert, wenn weniger passiert als eigentlich sollte. Eigentlich sollte die höhere zu erwartende Inflation bei der türkischen Lira und der damit verbundene Währungsverlust die günstigeren Zinsen auf die Verschuldung in US-Dollar neutralisieren. Es gibt aber lange Phasen, in denen dies doch nicht passiert und so lange lassen sich Geldscheine vor einem Bulldozer aufsammeln. Insbesondere beim Einsatz von Leverage, können schnell hohe Verluste bei einem Long Carry Trade entstehen – der sogenannte „Carry Wipe Out“. Carry Trades gibt es in allen Formen und Farben und typischerweise entsteht gerade immer irgendwo eine neue, große Carry Blase. Die Hypothekenblase in den USA war ein Carry Trade: Günstige Mittel über das Tranchieren von CDOs, die das Risiko für den CDO-Käufer scheinbar hinwegzauberten, wurden für Kredite an Sub-Prime Schuldner verwendet.
- Ein Long Carry Trade ist im erweiterten Sinne die Position eines Versicherungsgebers.
- „Short Volatility“, Tesla, und Buy-Now-Pay-Later Geschäftsmodelle (Klarna, etc.) sind alles Formen von Carry Trades.
- Die Zentralbanken stimulieren den globalen Carry Trade, da diese selbst einen riesigen Carry Trade umsetzen. Ein Carry Crash kann nur gerettet werden, indem man eine neue Carry Phase initialisiert.
- Es ist rational an Carry Blasen zu partizipieren.
- Das „Carry Regime“ führt zu suboptimaler Allokation von Finanzmitteln aus Produktivitätsaspekten.
- Jeder Carry Crash und darauffolgende Erholung führt zu zunehmender Machtkonzentration.
- Die Ausfahrt zu einem „Beautiful Deleveraging“, wie von Ray Dalio einst beschrieben, haben wir mit der Reaktion auf die globale Finanzkrise 2008 eigentlich verpasst. Es gibt nur die Flucht nach vorne in die nächste Carry Blase.
- Das Vertrauen in die Zentralbanken erodiert langsam, weshalb Tendenzen zu alternativen Zahlungsmitteln schon sichtbar zunehmen. Kryptowährungen sind ein Symptom.

OUTRO (FORTSETZUNG)

Wir schlussfolgern:

- Man sollte in Aktien, sprich Unternehmensbeteiligungen, investiert bleiben. Denn selbst bei einem Extremszenario wie Hyperinflation und entsprechender Neusortierung von Schulden und Währungen ist man an Unternehmen beteiligt, die auf Basis von nachfolgenden Bezahlssystemen wirtschaften können.
- Neusortierungen von Währungen sind nichts Ungewöhnliches. Falls es richtig chaotisch wird, wurde historisch aber trotzdem nicht mit Goldbarren bezahlt, sondern mit Zigaretten. Zum Glück gibt es heutzutage „Internetgeld“, i.e. Kryptowährungen. In der Ukraine-Krise hat das Unternehmen Starlink eindrucksvoll unter Beweis gestellt, wie schnell man Internet und damit theoretisch auch „Geld“ an einen Ort bringen kann.
- Wenn, wie zu erwarten, die angespannte Situation auf den Kapitalmärkten mit den nächsten großen Maßnahmen der Zentralbanken wieder „geflickt“ wird - China sendet bereits Signale - dann sollte man ebenfalls unbedingt voll in Aktien investiert sein.

#onwards

